

依依股份 (001206)

证券研究报告

2021年06月05日

优质客户&稳供应链造就宠物护理第一股，拓品类拓区域畅享成长市场红利

依依主要从事一次性卫生护理用品（包括宠物和个人）及无纺布的研发、生产和销售，以 ODM/OEM 的海外销售模式为主，覆盖美国、日本、泰国、英国、意大利、加拿大等几十个国家和地区。实际控制人为高福忠、高健父子，合计持股 37.03%，深耕产业 20 余年，行业经验丰富。2018-2020 年，依依宠物卫生护理用品出口额占海关同类产品出口额的比例分别为 33%/33%/36%，市占率遥遥领先。

宠物行业在发达国家经历了百年发展，形成了宠物用品、食品、饲养、医疗、培训以及保险等产品和服务组成的行业体系。2020 年全球宠物市场规模已近 1382.43 亿美元，并以每年 5%-6% 左右的速度增长，欧美日宠物用品市场规模占整体宠物消费的 10%-20% 之间。我国宠物行业发展较晚，2020 年宠物市场规模约为 2065 亿元，同增 2%。家庭拥有宠物的占比仅 4.4%，对标 67% 的美国家庭拥有宠物占比，仍有极大发展空间。

宠物卫生用品生产商处于产业链中游，2018 年生活用纸委员会统计在册的宠物卫生用品生产企业共 64 家，分为品牌运营商、规模生产制造商、小型作坊类生产厂商，其中规模较大的有依依股份、芜湖悠派、江苏中恒等。由于宠物卫生用品的刚需高频低货值特征，以及我国特有的电商渠道为王，宠物卫生用品通常作为较好的电商导流品类，代工厂需核心关注下游客户的稳定性、上游的原材料控制能力、产品质量的稳定性和性价比。

稳定优质的客户资源&产品质量和成本控制优势，助力依依市占率持续领先。18-20 年，依依分别实现营收 9.03/10.28/12.41 亿，同增 22%/14%/21%。其中宠物卫生护理用品占比最高（90% 左右）；线下渠道为大头，20 年收入占比 79%，境外/境内分别贡献 69%/10% 的收入，境外以综合连锁商超和宠物专业连锁店为主，境内以直销客户为主。客户涵盖美国 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本永旺、巴西 Zeedog 等全球知名大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台，稳定的优质客户资源为公司发展提供了良好保障。

投资建议：作为国内头部宠物卫生用品出口代工商，依依下游客户稳定优质，上游切入无纺布生产，原材料成本控制能力强。受益于国内宠物产业的快速发展，依依开辟新战场先发优势明显。本次募资突破产能瓶颈，预计 21-23 年分别实现净利润 1.41/1.97/2.43 亿。参考豪悦护理、百亚股份、中宠股份、佩蒂股份的可比估值，考虑到赛道高成长性以及下游客户稳定性，给予 22 年 50 倍估值，目标市值 100 亿元，目标价格 104 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：海外市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，在建项目不达预期，汇率波动风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,027.69	1,241.01	1,395.64	1,777.07	2,374.34
增长率(%)	13.76	20.76	12.46	27.33	33.61
EBITDA(百万元)	30.61	307.60	196.87	274.55	339.13
净利润(百万元)	106.75	194.46	141.26	196.62	242.72
增长率(%)	201.57	82.16	(27.36)	39.18	23.45
EPS(元/股)	1.13	2.06	1.50	2.08	2.57
市盈率(P/E)	71.57	39.29	54.08	38.86	31.48
市净率(P/B)	14.76	10.73	8.71	7.12	5.80
市销率(P/S)	7.43	6.16	5.47	4.30	3.22
EV/EBITDA	0.00	0.00	37.75	26.61	20.97

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	造纸
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	80.99 元
目标价格	104 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	94.33
流通 A 股股本(百万股)	23.58
A 股总市值(百万元)	7639.79
流通 A 股市值(百万元)	1909.74
每股净资产(元)	10.54
资产负债率(%)	20.27
一年内最高/最低(元)	70.64/53.52

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 头部宠物护理用品生产商，客户资源优质&供应链优势突出	5
1.1. 深耕产业 20 余年，15 年收购高洁布局上游无纺布	5
1.2. 毛利率受原材料价格波动影响较大，募资扩产突破产能瓶颈	7
2. 经济发展、人口结构变化、政策规范及技术进步，推动宠物行业步入黄金发展期	9
2.1 发达国家宠物行业发展较为成熟，国内量价齐升前景广阔	9
2.2 宠物卫生用品刚需高频低货值，国内电商导流排头兵	11
3. 稳定优质的客户资源&产品质量和成本控制优势，助力依依市占率持续领先	14
3.1. 深耕 ODM/OEM 模式，宠物垫品类完善功能丰富	14
3.2. 外销 ODM/OEM 渠道强势，境外客户优质且合作稳定	17
3.3. 产品矩阵全面响应多元需求，20 年宠物垫&无纺布产能利用率 100%	20
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：依依股份发展历程	5
图 2：依依股权结构	6
图 3：2017-2020 年营收变化	7
图 4：2017-2020 年分产品营收占比	7
图 5：2017-2020 年分渠道营收占比	7
图 6：2017-2020 年毛利率及三费率变化	7
图 7：2017-2020 年归母净利润和归母净利率	8
图 8：2017-2020 年 ROE 杜邦拆解	8
图 9：美国宠物行业市场规模及增速	9
图 10：2020 年拥有各类宠物的美国家庭数量（单位：万户）	9
图 11：西欧宠物行业市场规模及增速	9
图 12：日本宠物行业市场规模及增速	9
图 13：我国宠物行业发展史	10
图 14：中国宠物行业市场规模	10
图 15：2017-2020 年我国宠物猫/狗的数量	10
图 16：我国宠物高消费人群各线城市占比	11
图 17：2018-2020 年我国宠物行业各类宠物占比	11
图 18：宠物行业涵盖领域	11
图 19：宠物行业产业结构	11
图 20：美国宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品市场规模	12
图 21：日本宠物用品行业市场规模	12
图 22：2020 年宠物消费结构	12

图 23: 狗主人购买用品种类消费额排名	12
图 24: 宠物卫生用品产业链.....	12
图 25: 我国宠物用品购买渠道	13
图 26: 我国消费者购买宠物用品时考虑因素	13
图 27: 宠物卫生护理用品为主	14
图 28: 20 年宠物垫收入占比 82%，护理垫 9%，宠物尿裤 5%	14
图 29: 宠物垫营业收入变化.....	15
图 30: 宠物垫毛利率.....	15
图 31: 宠物垫销售量与销售单价	15
图 32: 个人卫生护理产品营收变动.....	16
图 33: 护理垫营收变动.....	16
图 34: 个人卫生护理产品毛利率	16
图 35: 细分品类毛利率水平.....	16
图 36: 无纺布营收变动.....	16
图 37: 无纺布毛利率.....	16
图 38: 无纺布销售量与销售单价	17
图 39: 产品销售渠道.....	17
图 40: 境外销售渠道营收占比.....	18
图 41: 境内销售渠道营收占比.....	18
图 42: 2020 年分地区营业收入占比	18
图 43: 宠物卫生护理产品占我国同类产品出口额比例.....	18
图 44: 原材料采购金额占比.....	19
图 45: 原材料成本占主营业务成本的比例	19
图 46: 无纺布自用与销售比例	19
图 47: 主要原材料价格变动（单位：元）	19
图 48: 无尘化生产车间.....	20
图 49: 采用机器人智能化生产	20
图 50: 研发费用与研发费用率.....	21
图 51: 产能利用率	22
图 52: 产销率	22
图 53: 目前公司拥有生产设备	22
图 54: 截至 2020 年底公司在建项目	22
表 1: 依依股份产品出口额占海关同类产品出口额比例.....	5
表 2: 管理层背景介绍	6
表 3: 募集资金用途	8
表 4: 我国宠物用品行业竞争格局	13
表 5: 产品体系	14
表 6: 主营业务收入按销售模式拆分.....	18

表 7: 主要境外客户	20
表 8: 研发项目进度	21
表 9: 盈利预测	23
表 10: 可比公司估值	23

1. 头部宠物护理用品生产商，客户资源优质&供应链优势突出

1.1. 深耕产业 20 余年，15 年收购高洁布局上游无纺布

公司主要从事一次性卫生护理用品（包括宠物和个人）及无纺布的研发、生产和销售，以 ODM/OEM 的海外销售模式为主，覆盖美国、日本、泰国、英国、意大利、加拿大等几十个国家和地区。主要客户涵盖美国 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本永旺、巴西 Zeedog 等全球知名大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台，稳定的优质客户资源为公司发展提供了良好保障。2018-2020 年，公司产品出口额占海关同类产品出口额的比例分别为 33%/33%/36%。发展历程主要分为以下阶段：

- ① **业务起步阶段**：1990 年，天津市津西津华福利皮鞋化工综合厂成立，经营范围为“主营皮鞋制造、兼营有机化工原料制造”。1993 年，企业名称变更为“天津市荣盛染料化工厂”，注册资金由 30.4 万元增加至 400 万元。1998 年，实现向宠物护理产业的转型，名称变更为“天津市依依卫生用品厂”，经营范围变更为“生活用纸系列产品”。
- ② **重组股改齐头并进**：2005 年，依依卫生用品厂集体所有制改制完成设立有限责任公司。2015 年，依依有限收购高福忠、卢俊美等 12 人持有的高洁有限 100% 的股权，高洁主要产品为无纺布。2016 年，股份制改造完成。2016 年，剥离出售万润特建筑安装 62.5% 的股权，聚焦主业。
- ③ **17 年登陆新三板，20 年主板上市**：2017 年 1 月，依依股份在全国股转系统挂牌公开转让。2019 年 10 月，依依股份在全国中小企业股份转让系统终止挂牌。2021 年，依依股份在深交所挂牌上市。

图 1：依依股份发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：依依股份产品出口额占海关同类产品出口额比例

	2017	2018	2019	2020
公司出口金额（亿元）	6.54	8.19	9.34	10.91
中国出口金额（亿元）	20.44	24.64	28.22	30.03
公司产品出口占比	31.98%	33.22%	33.08%	36.33%

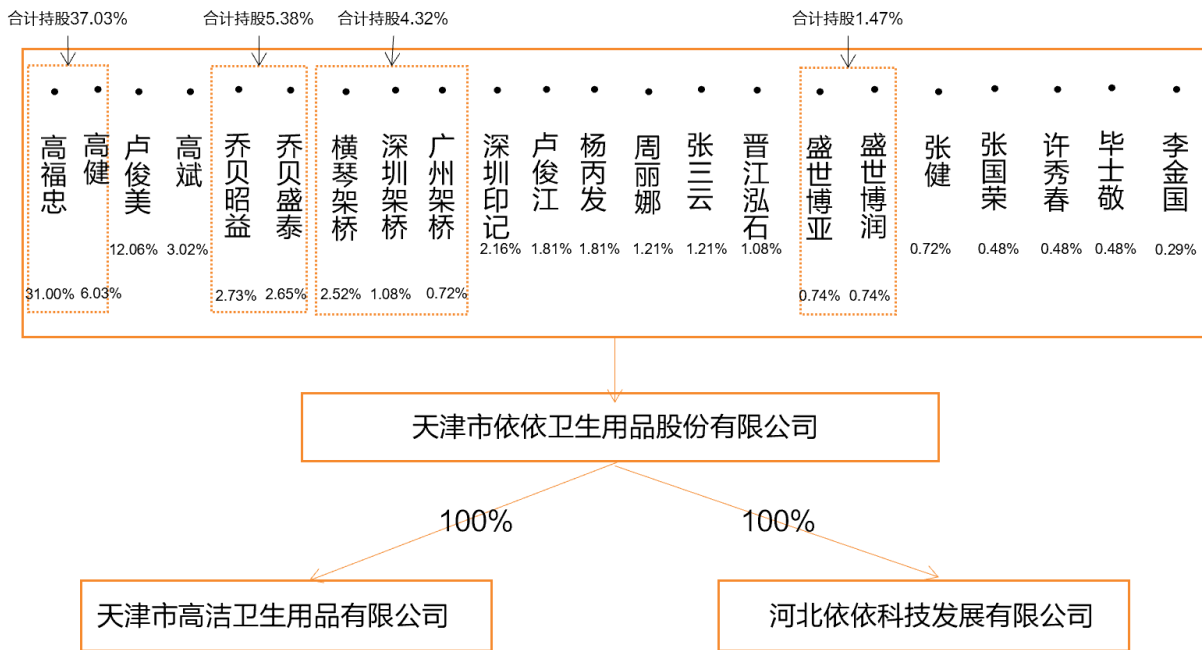
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

备注：“中国出口金额”数据来自中国海关，指海关分类“纸浆、纸等制的其他家庭、卫生或医院用品”（海关商品编码：48189000）

实际控制人为高福忠、高健父子，合计持股 37.03%。高健系高福忠之子，此次上市后，高福忠持股 31.0%，高健持股 6.03%，二者构成的一致行动人合计持股 37.03%。另外，高福忠、高斌系叔侄关系，卢俊美、卢俊江系兄妹关系。有限合伙乔贝昭益、乔贝盛泰分别持有 2.73%、

2.65%的股份，二者构成的一致行动人合计持有 5.38%的股份；横琴架桥、深圳架桥、广州架桥分别持有 2.52%、1.08%、0.72%的股份，三者构成的一致行动人合计持有 4.32%的股份。全资子公司高洁有限主要从事无纺布的研发、生产和销售，为一次性卫生护理用品的主要原料之一；河北依依主要从事卫生用品生产等。

图 2：依依股权结构



资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

管理层行业经验丰富，为公司全面发展保驾护航。公司管理层大多具有 MBA 学历，董事长高福忠曾任多厂厂长，积累了深厚的管理经验。副总经理高斌先生长期专注于一次性卫生护理用品及无纺布设备的维护及研发，拥有丰富的设备维护与研发经验。副总经理郝艳林女士长期专注于一次性卫生护理用品行业，为多项专利的主要发明或设计人，沉淀了充足的产品与技术经验。截止 20 年底，公司共有 1138 名员工，其中行政管理/生产/销售/技术/财务的员工人数占比分别为 16%/72%/6%/4%/1%。

表 2：管理层背景介绍

姓名	职务	简介
高福忠	董事长、总经理	1953 年出生，毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，专科学历，高级工程师。曾任天津市西青区张家窝镇西琉城铁厂生产厂长、天津市利华工业总厂厂长、天津市依依卫生用品厂厂长、天津市依依卫生用品有限公司总经理、执行董事
卢俊美	董事、副总经理	1962 年出生，毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，MBA 研究生学历，高级会计师。曾任天津市工艺抽纱厂财务科长、天津市利华工业总厂财务科长、天津市依依卫生用品厂财务经理、天津市依依卫生用品有限公司执行董事、经理，兼任雄县盛嘉房地产开发有限公司、天津市万润特钢构有限公司、天津市万润特建筑安装工程有限公司监事
高健	董事、副总经理	1980 年出生，毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，专科学历，工程师。曾任天津市依依卫生用品厂销售经理、天津市万润特钢构厂销售经理、天津市万润特钢构有限公司总经理、天津市依依卫生用品有限公司副总经理
高斌	董事、副总经理	1977 年出生，毕业于天津师范高等专科学校英语教育专业，专科学历。曾任天津市依依卫生用品厂供销科长、天津市依依卫生用品有限公司国际贸易部副总经理

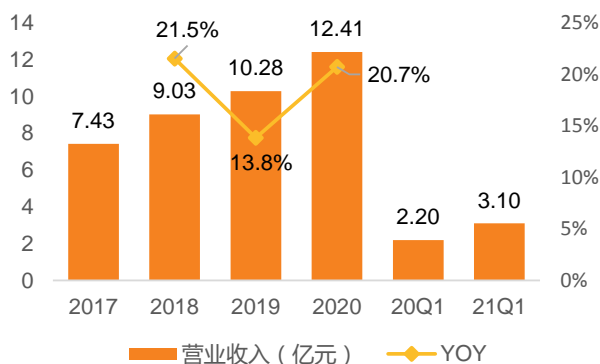
周丽娜	董事、董事会秘书、财务总监	1984 年出生，毕业于中央广播电视大学会计学专业，本科学历。曾任天津市依依卫生用品厂会计、天津市依依卫生用品有限公司会计主管、天津市依依卫生用品有限公司财务经理
郝艳林	副总经理	1978 年出生，毕业于天津师范高等专科学校英语教育专业，大专学历。曾任天津市津津制药有限公司销售部经理、天津市依依卫生用品厂市场部销售经理、天津市依依卫生用品有限公司外贸部销售经理

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

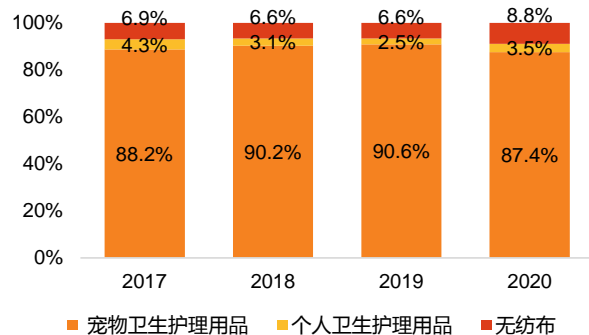
1.2. 毛利率受原材料价格波动影响较大，募资扩产突破产能瓶颈

拥有行业较强的规模化生产能力、丰富的客户资源和良好的产业链保障能力。依依自 1999 年开始从事一次性卫生护理用品的研发、生产和销售，2009 年以前以个人一次性卫生护理用品为主；2009 年以后以宠物一次性卫生护理用品为主；2003 年开始生产第一款宠物垫。历经近 20 年的生产研发，在宠物一次性卫生护理用品领域拥有较强的研发设计和生产能力，先后研发出具有固定贴、防滑、诱导剂等多种实用性能的宠物卫生护理用品，拥有上千种规格型号，形成了完整的产品体系。下游客户稳定优质，子公司高洁有限生产的无纺布是公司主要原材料之一，有效控制了原料质量和成本波动。

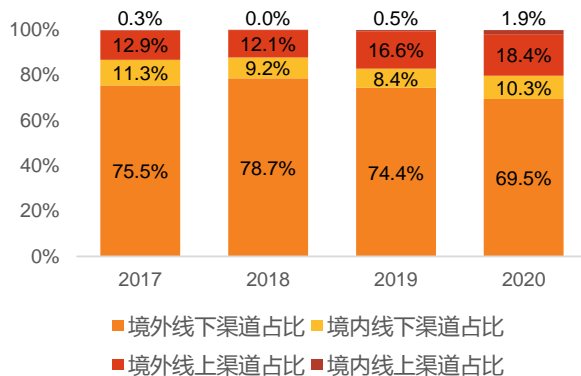
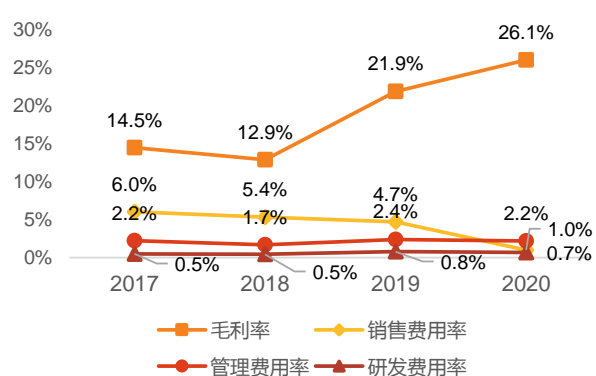
2018-2020 年，公司分别实现营收 9.03/10.28/12.41 亿，同增 22%/14%/21%。分产品来看，宠物卫生护理用品占比最高，近几年收入占比维持在 90%左右，宠物垫为主要营收贡献品类；个人卫生用品收入占比在 3%左右；20 年疫情影响下，无纺布实现销售收入 1.1 亿，收入占比提升至 9%。分渠道来看，线下渠道为大头，20 年收入占比 80%，境外/境内分别贡献 70%/10%的收入，境外以综合连锁商超和宠物专业连锁店为主，境内以直销客户为主。线下渠道增速较快，19-20 年收入增速分别为 61%/41%，主要通过境外综合电商平台售卖。

图 3：2017-2020 年营收变化


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：2017-2020 年分产品营收占比


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：2017-2020 年分渠道营收占比

图 6：2017-2020 年毛利率及三费率变化


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

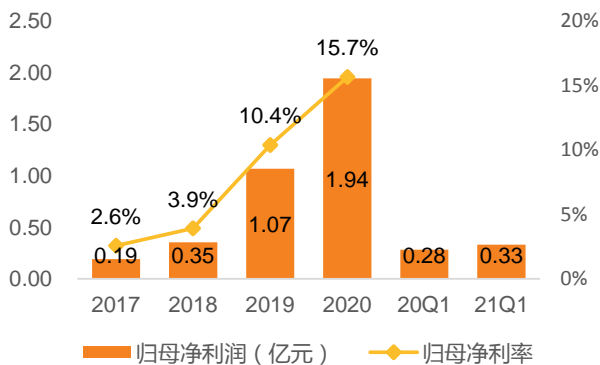
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

毛利率受原材料价格波动影响大,17-20年毛利率分别为14.5%/12.9%/21.9%/26.1%。17-20年,原材料成本占主营业务成本比例在80%以上,原材料价格的波动对毛利率影响较大。2017-2018年主要原材料绒毛浆、卫生纸平均采购单价上升,毛利率处于较低水平;通过与客户协商,公司逐步提高产品销售价格,且主要原材料价格有所下降,2019年起毛利率水平整体上升;2020年执行新收入准则,将与销售商品直接相关的运输费用记入营业成本,毛利率水平达26.1%,同增4.2pct。

代工模式为主期间费用率较低,规模效应逐步显现。17-20年期间费用率分别为10.8%/7.3%/7.9%/5.8%,财务费用率与管理费用率长期处于稳定低水平。随着ODM/OEM业务的持续发展,依依与境外下游大客户合作关系稳定,销售费用率逐渐走低。

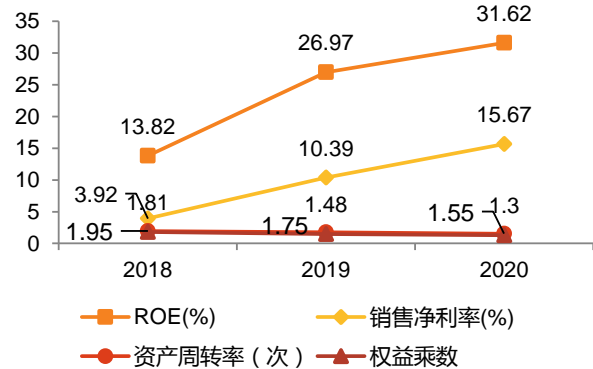
净利率的快速提升带动ROE水平持续走高。17-20年分别实现归母净利润0.19/0.35/1.07/1.94亿元,净利率分别为2.6%/3.9%/10.4%/15.7%。一方面,宠物卫生护理业务板块发展态势良好,另一方面,由于疫情期间市场对口罩和无纺布产品需求增大,2020年无纺布单价上涨84.3%,共同带动盈利水平提升。

图 7: 2017-2020 年归母净利润和归母净利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 8: 2017-2020 年 ROE 杜邦拆解



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

预计募集资金 9.75 亿元,扩产能优化产品结构。其中,投资 3.86 亿元用于扩大宠物垫产能,预计投产后新增产能 22.5 亿片宠物垫,生产能力将扩大一倍;计划分别投资 1.14 亿元和 2.54 亿元用于宠物尿裤和卫生护理材料项目,预计分别新增产能 2.2 亿片/3.103 万吨,突破产能瓶颈;剩余 2.2 亿用于补充流动资金。

表 3: 募集资金用途

项目	项目投资额 (亿元)	投产后预计新增产能	预计年均新增收入 (亿元)	预计年均新增净利润 (亿元)
宠物垫	3.86	22.50(亿片)	8.5	0.8
宠物尿裤	1.14	2.20(亿片)	1.2	0.27
无纺布-卫生护理材料	2.54	3.103(万吨)	3.7	0.4
补充流动资金	2.2			

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

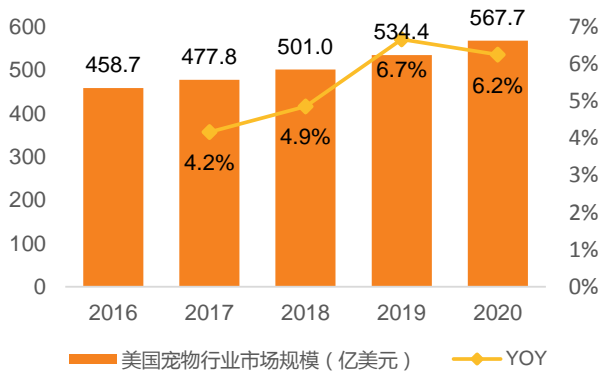
2. 经济发展、人口结构变化、政策规范及技术进步，推动宠物行业步入黄金发展期

2.1 发达国家宠物行业发展较为成熟，国内量价齐升前景广阔

宠物行业在发达国家经历了 100 多年的发展，形成了宠物用品、宠物食品、宠物饲养、宠物医疗、宠物培训以及宠物保险等产品和服务组成的行业体系，海外市场发展较为成熟。根据欧睿国际统计，2020 年全球宠物市场规模为 1382.43 亿美元，并将以每年 5%-6% 左右的速度增长，北美是全球宠物市场最大消费地。

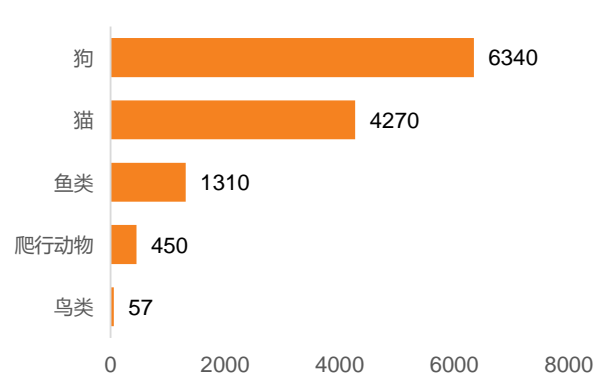
①**美国是全球第一宠物饲养与消费大国，占比 41.4%**。根据欧睿国际统计，2020 年美国宠物行业市场规模约为 567.7 亿美元，同增 6.2%。根据美国宠物用品协会 (APPA)，2020 年，美国拥有宠物的家庭达 8490 万户，占比高达 67%，宠物狗/宠物猫的家庭拥有率分别为 50.0%/33.7%，其余宠物拥有率均在 10% 以下。

图 9：美国宠物行业市场规模及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 10：2020 年拥有各类宠物的美国家庭数量（单位：万户）

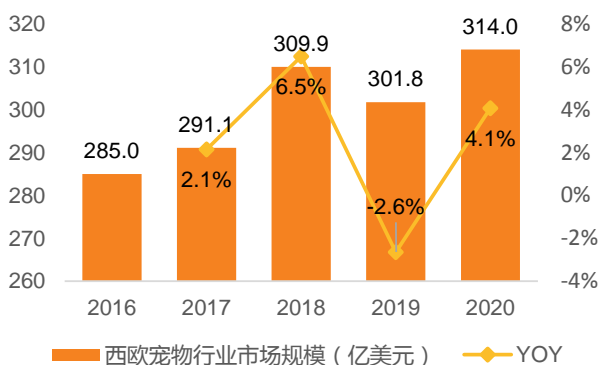


资料来源：APPA，天风证券研究所

欧洲是全球另一大宠物消费市场，占比 22.7%。根据欧睿国际统计，2020 年西欧宠物行业市场规模约为 314 亿美元，同增 4.1%。根据欧洲宠物食品工业联合会最新数据，2019 年，欧洲共有 8500 户家庭拥有宠物，占比 38%，欧洲国家的猫狗数量合计为 1.94 亿只，其中猫的数量约为 1.06 亿只，狗的数量约为 8751 万只。

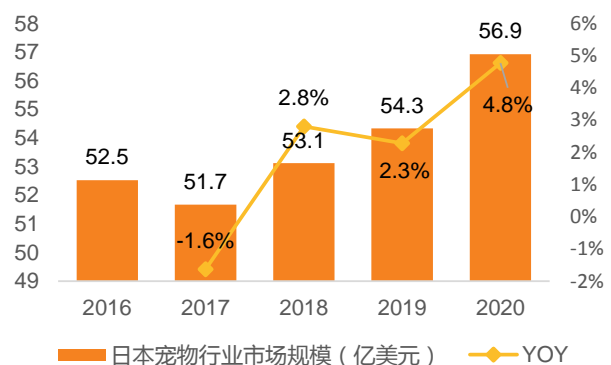
2020 年日本宠物行业的市场规模为 56.9 亿美元，占全球宠物行业市场规模 4.1%。虽然日本人均 GDP 在 2012 年之后有所下降，但并未影响日本人对宠物的需求，宠物行业市场规模稳定逐年增长，预计未来五年也将以 1.5%-2% 的水平稳步增长。

图 11：西欧宠物行业市场规模及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

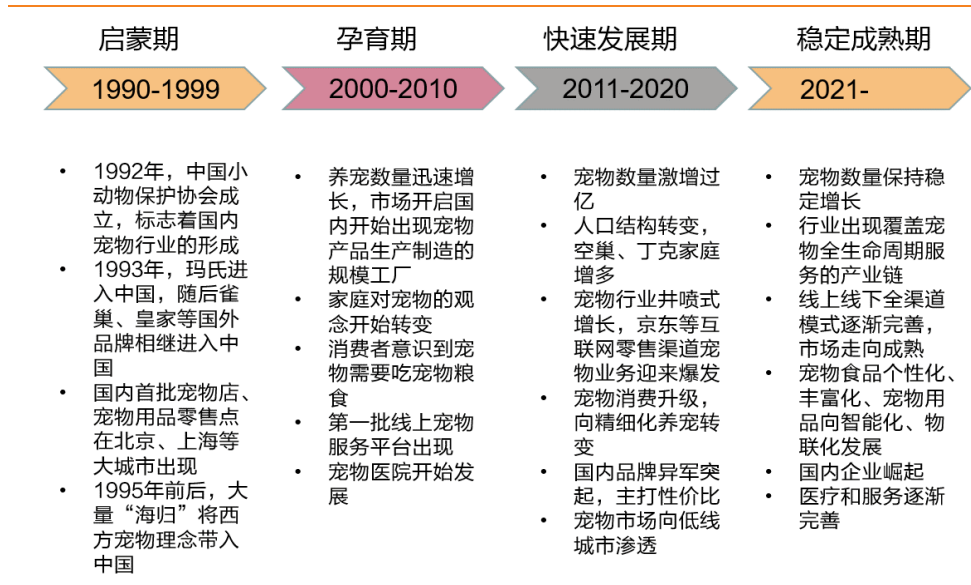
图 12：日本宠物行业市场规模及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

根据欧睿国际统计，全球宠物市场中，欧美市场占比达到 60%以上，亚洲占比 24%，其他地区占比 16%。根据《2019 年中国宠物行业白皮书》，我国家庭拥有宠物的占比仅 4.4%，而 APPA 调查数据显示美国家庭拥有宠物的占比已达 67%，对标海外发达国家，我国宠物市场仍有极大发展空间。我国宠物行业发展较晚，从 20 世纪 90 年代初至今，目前已逐渐发展出覆盖宠物全生命周期服务的产业链。

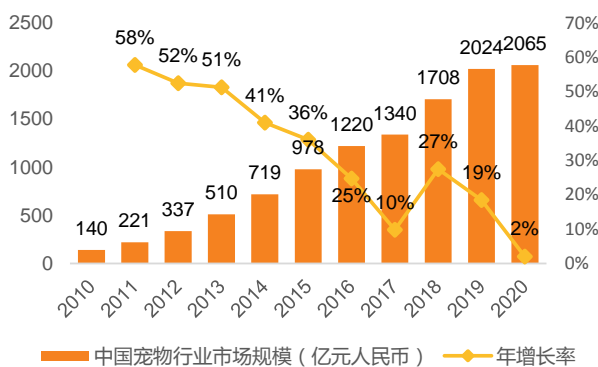
图 13：我国宠物行业发展史



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

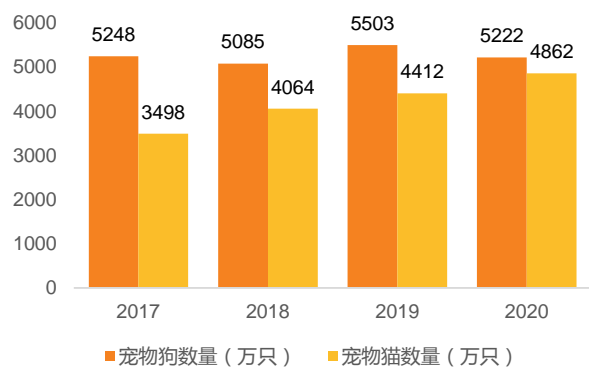
受益于人均 GDP 的增长及人口老龄化加剧，中国宠物市场量价齐升，前景广阔。随着人口结构及经济的发展，老人及新一代年轻人更加崇尚独居生活，宠物陪伴需求持续上升。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》，2020 年我国宠物市场规模约为 2065 亿元，同增 2%，2010-2020 年均复合增长率约为 27.7%；2020 年，我国城镇宠物猫和宠物狗数量合计约达到 1.01 亿只，同增 1.7%。

图 14：中国宠物行业市场规模



资料来源：《2020 年中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

图 15：2017-2020 年我国宠物猫/狗的数量

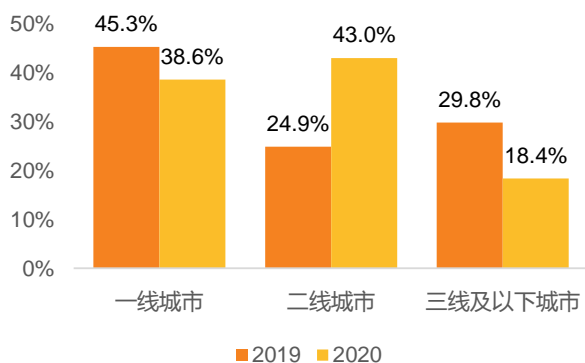


资料来源：《2020 年中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

一二线城市人口为养宠主力，宠物类型多元化。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》，宠

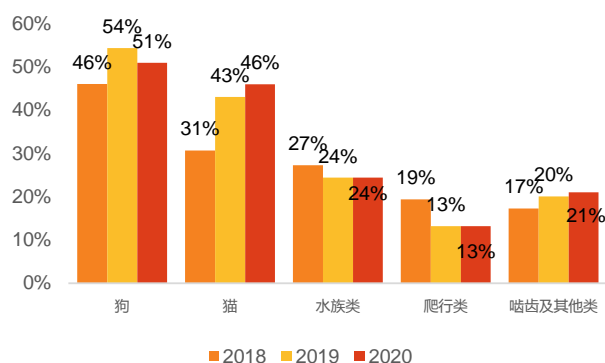
物高消费人群占总养宠人群比例 21.7% (以宠物主粮月消费 500 元以上作为划分标准), 其中, 一线城市占比 38.6%, 二线城市占比 43%, 非一线、二线城市占比 18.4%, 二线城市成为养宠高消费人群的聚集地。2020 年, 分别有 51% 和 46% 的饲养者将猫和狗作为宠物, 水族类、爬行类、啮齿及其他类宠物占比也分别达到 7.3%、6.2% 和 21%, 饲养者的宠物选择和偏好多元化。

图 16: 我国宠物高消费人群各线城市占比



资料来源:《2020 年中国宠物行业白皮书》, 天风证券研究所

图 17: 2018-2020 年我国宠物行业各类宠物占比

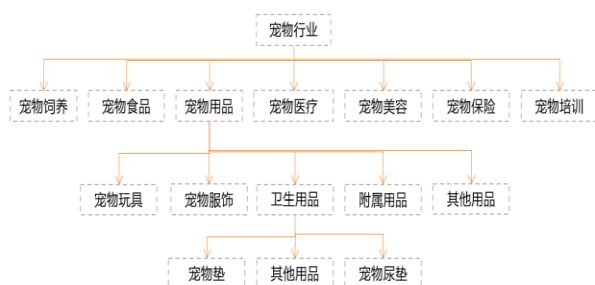


资料来源:《2020 年中国宠物行业白皮书》, 天风证券研究所

2.2 宠物卫生用品刚需高频低货值, 国内电商导流排头兵

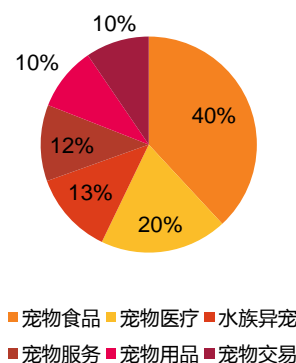
宠物卫生用品一般指仅供宠物使用, 主要目的是为改善宠物生活质量, 提高卫生环境的一次性卫生用品, 主要包括宠物垫、宠物尿裤等。由于其使用高频且货值低, 宠物卫生护理用品多作为线上引流产品。

图 18: 宠物行业涵盖领域



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

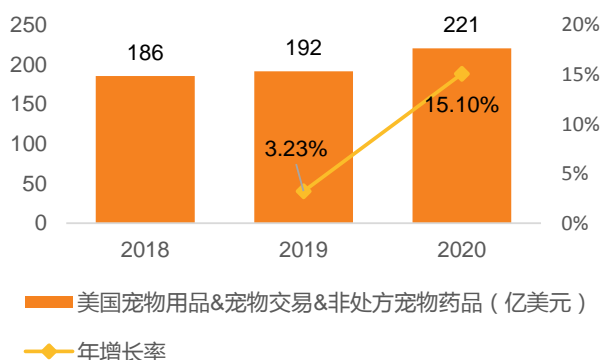
图 19: 宠物行业产业结构



资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

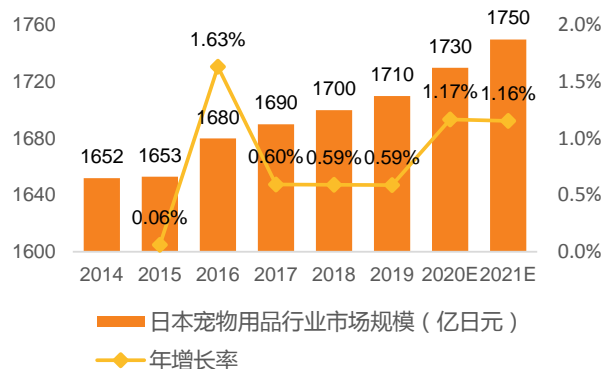
欧美日宠物用品市场规模占整体宠物消费的 10%-20% 之间。根据 APPA, 宠物食品、宠物医疗、宠物用品 & 宠物交易 & 非处方宠物药品占据了美国宠物消费的前三大来源, 2020 年宠物用品 & 宠物交易 & 非处方宠物药品的细分市场规模为 221 亿美元, 同比增长 15.1%, 占美国整体宠物市场的比例为 20.1%。根据欧洲宠物食品工业联合会最新数据, 2019 年宠物用品市场规模约 87 亿欧元, 占欧洲整体宠物市场的比例为 21.4%。根据日本矢野经济研究所, 2019 年日本宠物用品行业市场规模为 1730 亿日元, 占日本整体宠物市场的比例为 11%, 预计 2021 年将达到 1750 亿日元。

图 20: 美国宠物用品&宠物交易&非处方宠物药品市场规模



资料来源: 招股说明书, APPA, 天风证券研究所

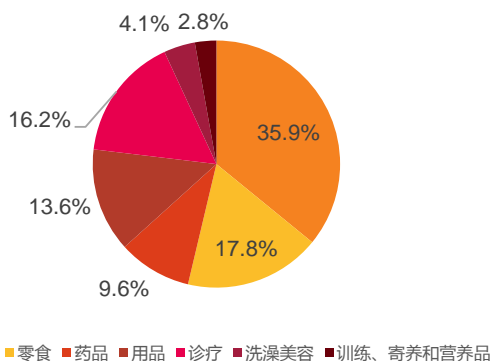
图 21: 日本宠物用品行业市场规模



资料来源: 招股说明书, 矢野经济研究所, 天风证券研究所

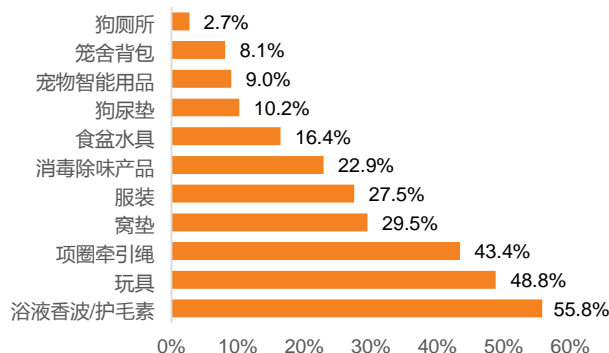
国内厂商多以 ODM/OEM 模式为主, 狗尿垫排名狗类宠物用品消费金额第八。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》, 我国宠物食品消费在宠物市场规模中占比最高, 宠物主粮与零食合计占比 53.7%; 宠物用品排名第四, 占比为 13.6%。宠物用品细分种类中, 消费金额最高的前十位狗用品中, 宠物垫排名第八位。我国国内生产厂商多以 ODM/OEM 生产模式为主, 长期与国外商超、宠物用品品牌商和电商平台合作。

图 22: 2020 年宠物消费结构



资料来源: 《2020 年中国宠物行业白皮书》, 天风证券研究所

图 23: 狗主人购买用品种类消费额排名

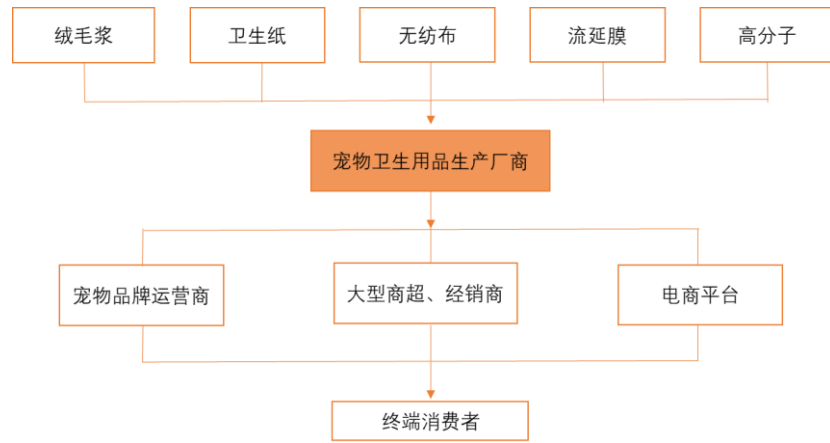


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

宠物卫生用品生产商处于该行业产业链的中游, 其上游原材料供应商主要为无纺布、高分子、绒毛浆、纸、流延膜包装等产品制造商, 其下游主要为宠物品牌运营商、大型商超、经销商、电商平台等。

美欧日宠物卫生用品销售渠道涵盖线下和线上, 其中, 线下渠道包括大型商超的宠物用品区域如 Walmart、Target、Walgreens, 宠物用品连锁超市如 PetSmart、Pets at home; 中等规模的社区、折扣店和便利店等如 FamilyDollar、Dollar Tree, 宠物用品专卖店; 线上渠道包括综合电商平台如亚马逊, 垂直电商宠物专卖店如 Chewy, 线下大型商超的线上商店如沃尔玛的 jet.com。除上述渠道商外还有宠物用品品牌批发商, 如日本 JAPPELL、日本 ITO。

图 24: 宠物卫生用品产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我国宠物用品行业处于快速发展初期，发展时间较晚，市场集中度不高。我国宠物一次性卫生护理用品企业大体可以分为品牌运营商、具有规模的生产制造商、小型作坊类生产厂商三个类型。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会，2018 年生活用纸委员会统计在册的宠物卫生用品生产企业共 64 家，主要分布在北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、安徽、福建、山东等省市。除依依股份外，国内规模比较大的宠物一次性卫生护理产品生产厂商主要有芜湖悠派护理用品科技股份有限公司、江苏中恒宠物用品股份有限公司和山东晶鑫无纺布制品有限公司。

表 4：我国宠物用品行业竞争格局

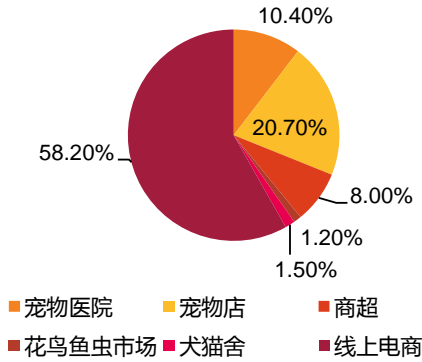
厂商类型	特点	代表品牌
宠物品牌运营商、商超运营商或电商平台运营商	营销优势、快速获得客户认可、产品销量上涨迅速；缺乏自建工厂、依赖供应链采购贴牌产品	“疯狂小狗”的品牌运营商江苏吉家宠物用品、“波奇网”宠物电商和服务平台运营商光橙（上海）信息科技、“华元宠物”宠物品牌运营商杭州华元宠物用品、“宠幸”宠物生活用品品牌运营商上海宠幸宠物用品
卫生用品生产商	具有较好研发、设计、生产能力	依依股份、芜湖悠派护理用品科技股份有限公司、江苏中恒宠物用品股份有限公司
作坊式宠物用品生产商	规模较小，数量较多	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

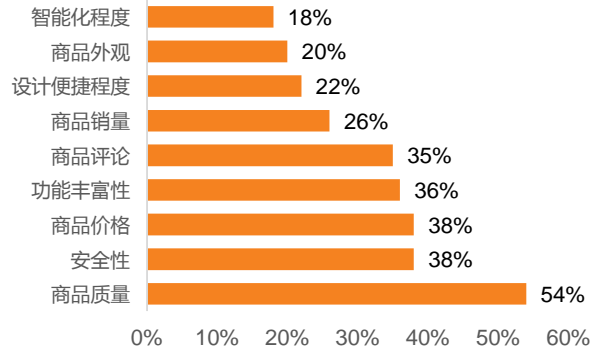
线上电商成为销售主渠道、安全性与耐用性成为消费者关注重点。不同于欧美发达国家以商超为宠物用品的主要销售渠道，中国电商以其高渗透率和成熟度打败布局分散的线下零售渠道，成为宠物用品的主要销售渠道，58.2%的宠物主通常选择线上电商作为宠物用品的购买渠道，而且主要选择大型电商；其次是宠物店和宠物医院，分别占比 20.7%和 10.4%。随着经济条件的改善以及人们对宠物倾注更多的感情，人们也更加愿意为宠物选择更加优质和昂贵的用品。根据《2021 年中国宠物消费趋势白皮书》，影响宠物主人购买宠物用品的主要因素是产品质量、安全性与价格，其次也会参考产品过往的销量与评论做出购物决策。

图 25：我国宠物用品购买渠道

图 26：我国消费者购买宠物用品时考虑因素



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



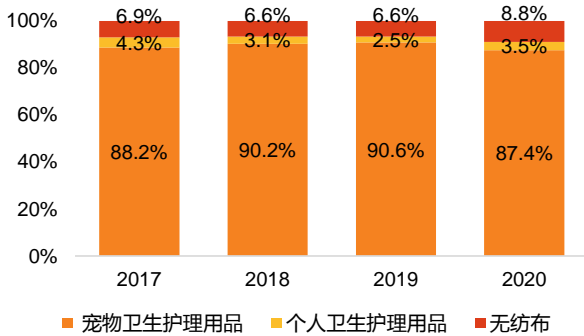
资料来源：《2021 年中国宠物消费趋势白皮书》，天风证券研究所

3. 稳定优质的客户资源&产品质量和成本控制优势，助力依依市占率持续领先

3.1. 深耕 ODM/OEM 模式，宠物垫品类完善功能丰富

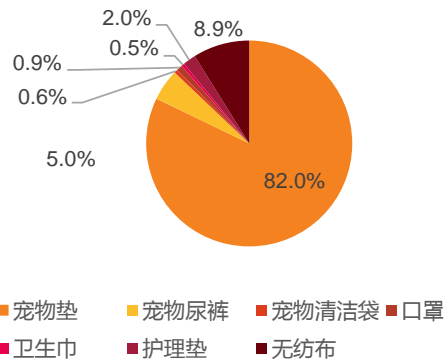
依依主要生产宠物一次性卫生护理用品、个人一次性卫生护理用品和无纺布，以宠物卫生用品 ODM/OEM 生产为主，主要产品采用以销定产的模式进行生产。宠物卫生护理用品主要包括宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋、宠物湿巾、宠物垃圾袋等；个人卫生护理用品包括卫生巾、护理垫、纸尿裤、口罩等；无纺布由全资子公司高洁有限生产，2020 年为响应新冠疫情需要，公司增设口罩产线，无纺布市场需求激增，销售收入同比增加 51.99%。

图 27：宠物卫生护理用品为主



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



图 28：20 年宠物垫收入占比 82%，护理垫 9%，宠物尿裤 5%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 5：产品体系

产品类别	销售模式	细分类别	产品示例
宠物卫生护理用品	ODM/OEM 为主；自有品牌：“乐事宠”、“一坪花房”	宠物垫	
		宠物尿裤	

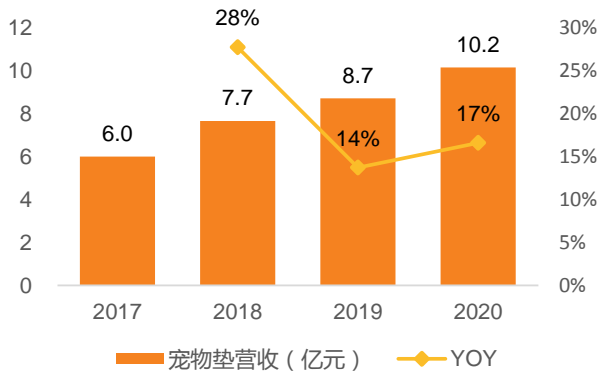
个人卫生护理用品	ODM/OEM; 自有品牌：“多帮乐”、“爱梦圆”、“依依”、“阳光姐妹”	护理垫(成人+婴儿)	
		卫生巾	
无纺布	公司自用+对外销售	无纺布	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

17-20年宠物垫年均复合增长率近20%，产品体系完备功能丰富。宠物护理产品系列中，分宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋、其他宠物护理产品四大品类，2020年分别贡献收入的82%/5%/0.6%/0.1%。2017-2020年，宠物垫营业收入分别为6.0/7.7/8.7/10.2亿元，年均复合增长率18.7%。公司先后研发出具有固定贴、防滑、诱导剂等多种实用性能的宠物卫生护理产品，拥有上千种规格型号，形成了完整的产品体系。

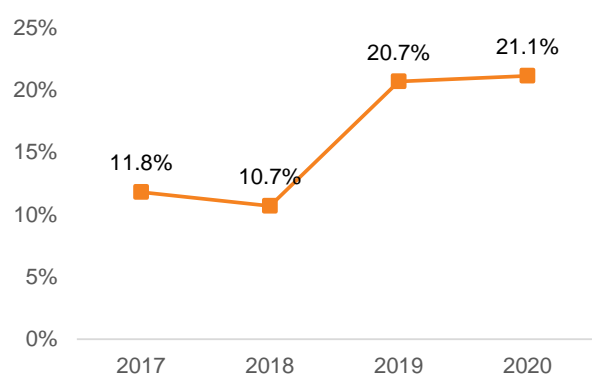
量价拆分来看，2018年受原材料价格上涨影响，公司开启与主要客户的临时价格协商机制，宠物垫均价上涨13.23%；2019年下半年受原材料价格下降与美国加征关税影响，逐步调低售价，降至2020年的0.39元/片。得益于价格的提升与绒毛浆、卫生纸等原材料价格在2019、2020年的下降，近两年宠物垫毛利率实现较大提升，从2017年的11.8%提升至21.1%。

图 29：宠物垫营业收入变化



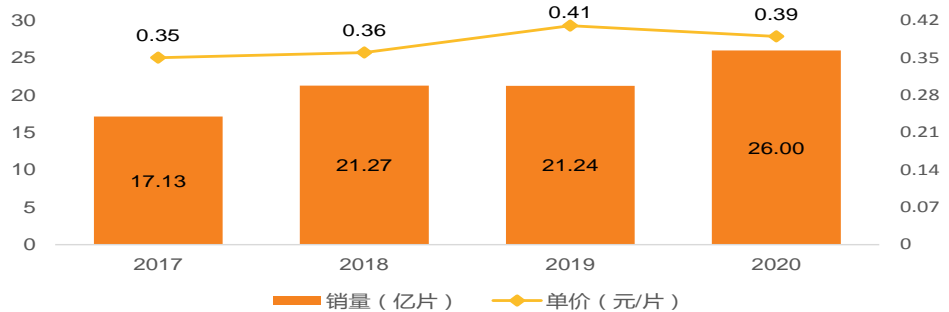
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：宠物垫毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：宠物垫销售量与销售单价

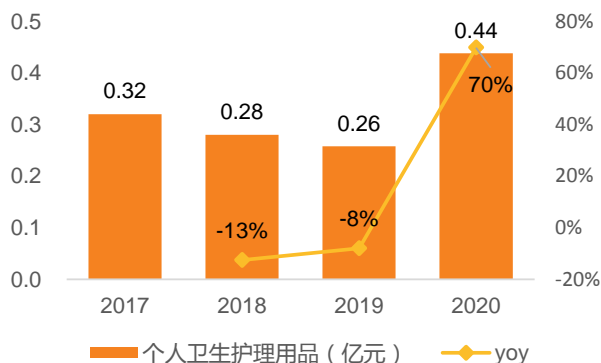


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

个人卫生护理用品占比小，20年同比增长70%。2020年，个人卫生护理用品实现70%的增

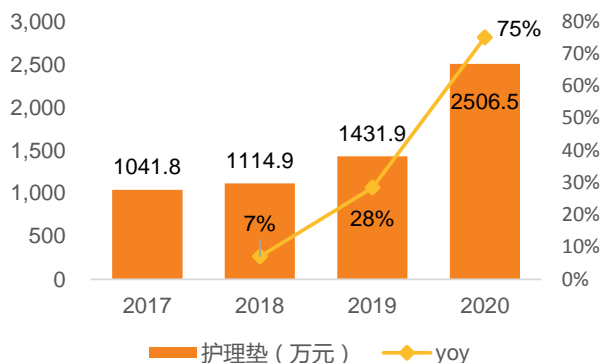
长，主要源自于护理垫和口罩销售额的增长。2020年3月，公司为响应疫情期间需求，增设口罩产线。个人卫生护理产品中，护理垫、口罩、卫生巾、其他个人卫生护理用品分别贡献收入占比 2%/0.9%/0.5%/0.1%。因原材料价格变动和激烈的市场竞争影响，2017-2019年个人卫生护理用品毛利率略有下滑，2020年回升至 38.03%，主要受益于口罩品类毛利水平较高。

图 32：个人卫生护理产品营收变动



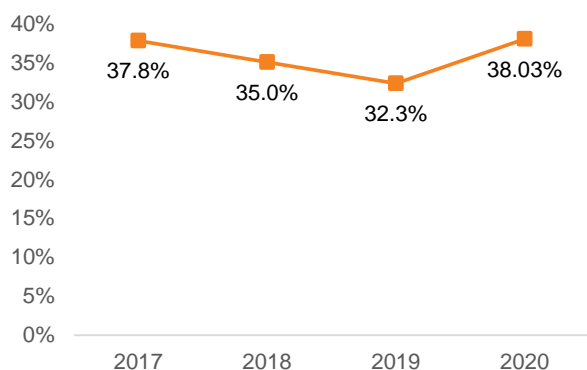
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 33：护理垫营收变动



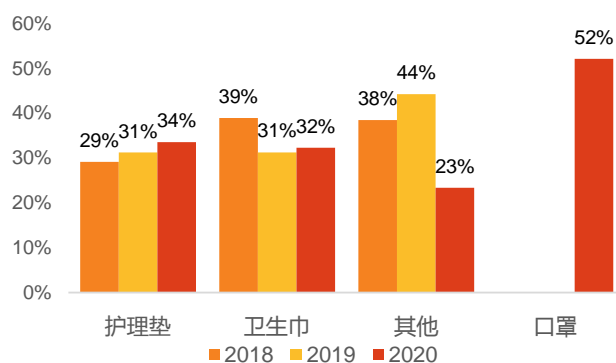
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 34：个人卫生护理产品毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：细分品类毛利率水平

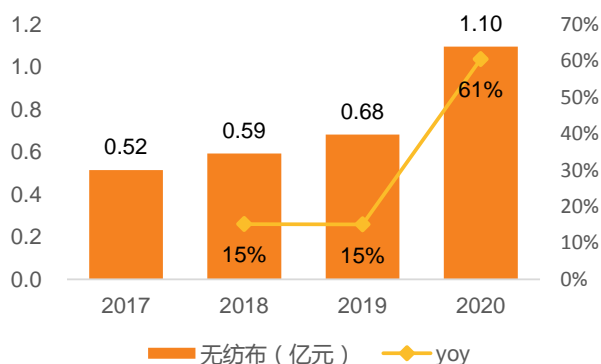


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

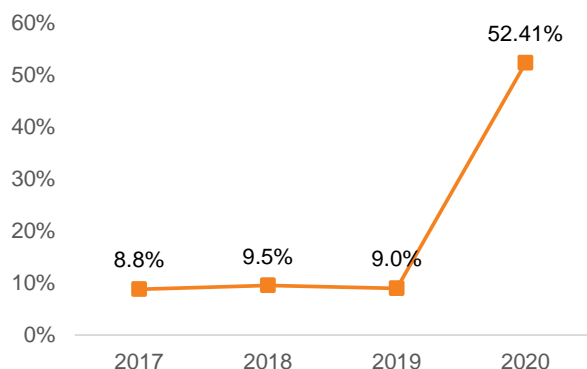
子公司高洁有限专营生产无纺布，疫情需求驱动单价上涨 84%。无纺布是卫生护理用品的重要原材料之一，为维持原材料供应的稳定性，全资子公司高洁有限生产无纺布，打通上游产业链。2020年生产无纺布 1.7 万吨，其中 9460 吨自用，7540 吨外销。由于疫情期间市场对无纺布需求剧增，2019 年到 2020 年，无纺布单价由 10214 元/吨上涨为 18820 元/吨，带动无纺布毛利率从 9.0% 上升至 52.41%。

图 36：无纺布营收变动

图 37：无纺布毛利率

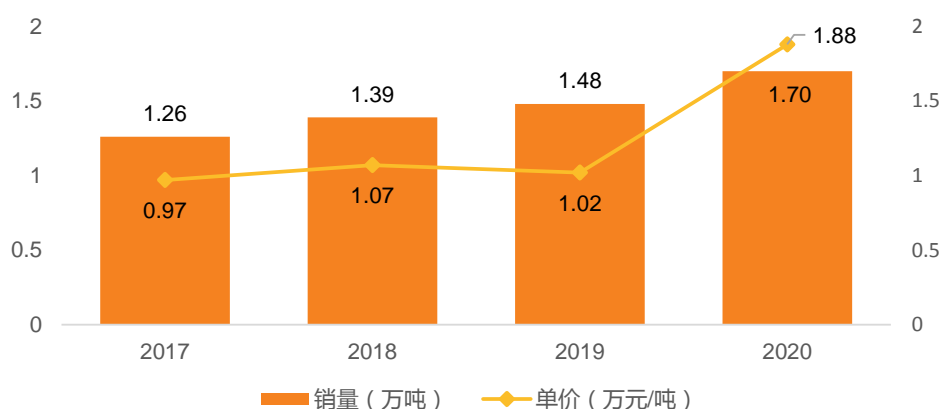


资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：无纺布销售量与销售单价

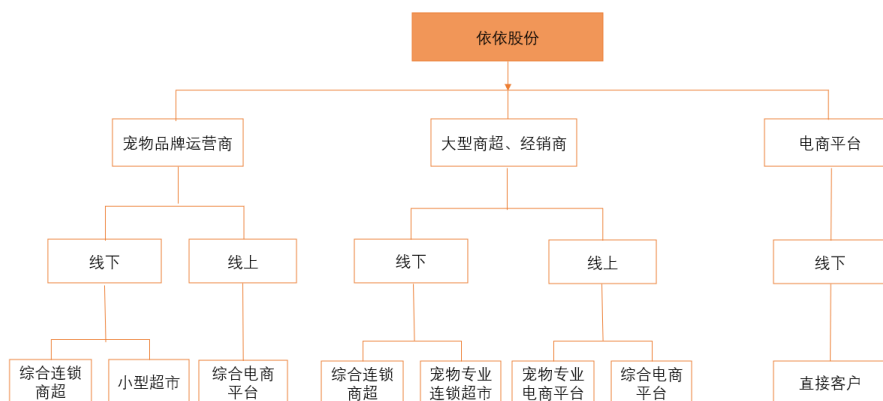


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 外销 ODM/OEM 渠道强势，境外客户优质且合作稳定

境外收入占比 90%，美、日、欧为主要市场。公司宠物卫生护理产品出口额占国内同类产品出口额的三分之一，市场占有率排名领先，境外销售收入占主营业务收入的比例在 90% 左右。销售渠道主要有 ODM/OEM、经销和直销，其中境外 ODM/OEM 收入占比为大头，2020 年主营业务收入占比为 87%；其次为境内直销无纺布，20 年占比为 9%；去除境内直销无纺布业务后，20 年自有品牌整体收入占比为 2.76%。

图 39：产品销售渠道



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 6：主营业务收入按销售模式拆分

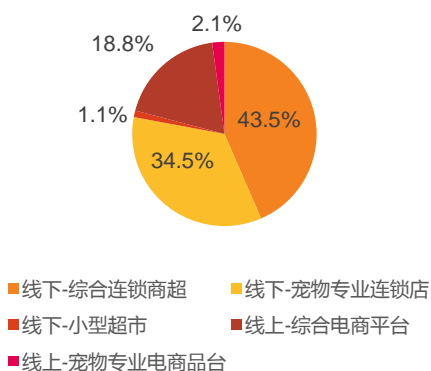
项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
境外 ODM/OEM	8.1352	90.2%	9.2874	90.55%	10.7552	86.85%
自主品牌 经销	0.0436	0.48%	0.0426	0.42%	0.1472	1.19%
直销	0.0070	0.08%	0.0053	0.05%	0.0083	0.07%
境外 ODM/OEM	0.0068	0.08%	0.0466	0.45%	0.1916	1.55%
自主品牌 直销-无纺布	0.5934	6.58%	0.6830	6.65%	1.0965	8.85%
直销-卫生护 理用品	0.0437	0.48%	0.427	0.42%	0.628	0.51%
经销	0.1893	2.1%	0.1495	1.46%	0.1229	0.99%
合计	9.0191	100%	10.2572	100%	12.3844	100%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

境外市场方面,公司主要通过 ODM/OEM 模式销售,其中综合连锁商超渠道主要客户包括: Walmart、JAPPELL、ITO、Walgreens、AEON 等,宠物连锁超市及连锁店渠道主要客户包括 PetSmart、Pets at home、Yiampanich 等,综合电商平台主要包括 Amazon、Yamazen 等。在该模式下通过招投标或商务谈判等方式与客户初步接触,并在完成客户验厂、研发试制、样品验收后,确定合作关系,包括“日常订单”和“框架协议+日常订单”两种模式。自主品牌的境外销售主要通过经销买断方式。

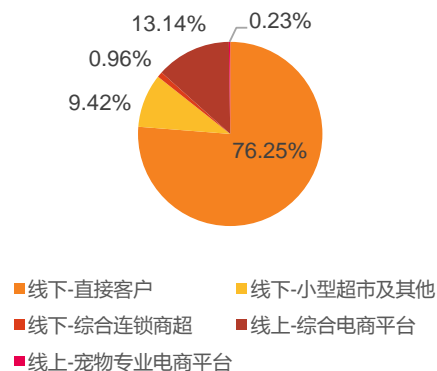
境内销售的宠物卫生护理用品销售模式以 ODM/OEM 和线下经销为主,包括疯狂小狗、华元宠物、宠幸等知名宠物品牌运营商。另外,主要通过经销的方式向境内小型超市、综合连锁商超销售个人卫生护理用品。全资子公司对外销售的无纺布主要直接面向客户。

图 40：境外销售渠道营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

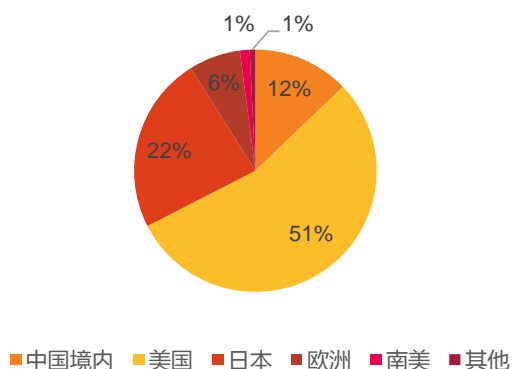
图 41：境内销售渠道营收占比



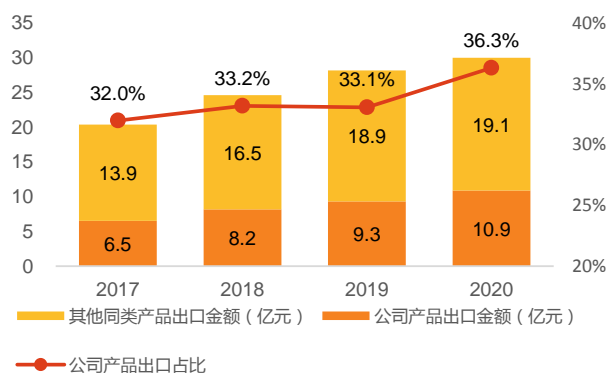
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 42：2020 年分地区营业收入占比

图 43：宠物卫生护理产品占我国同类产品出口额比例



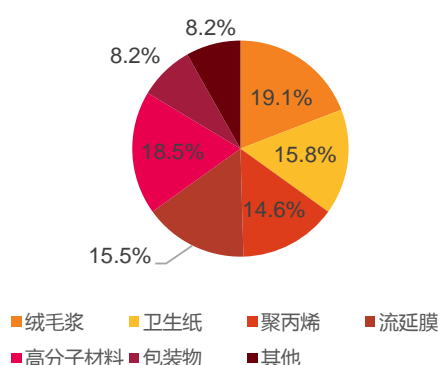
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

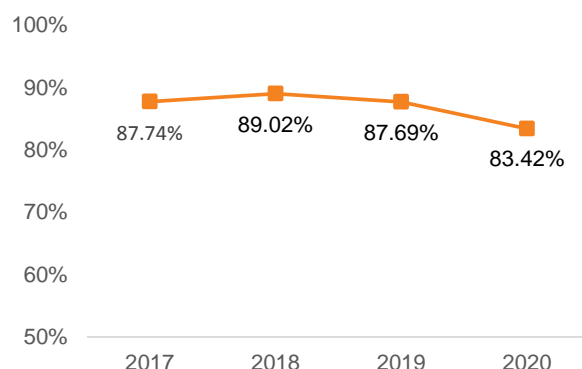
上游原材料供应充足, 公司具备较强议价能力。原材料成本占依主营业务成本比例在 80% 以上, 绒毛浆、卫生纸、流延膜、高分子材料等原材料来源于纸浆和石油化工行业, 上游企业众多, 竞争激烈, 且生产工艺较为成熟, 原材料供应充足。公司与纸、流延膜的供应商有长期合作关系, 采购量大具有较强的议价能力, 2018-2020 年主要原材料采购单价均呈下降趋势。同时将无纺布生产纳入产业链体系, 由全资子公司高洁有限生产, 满足自用无纺布需求外仍有 45% 的产量可供销售, 帮助企业增收。

图 44: 原材料采购金额占比



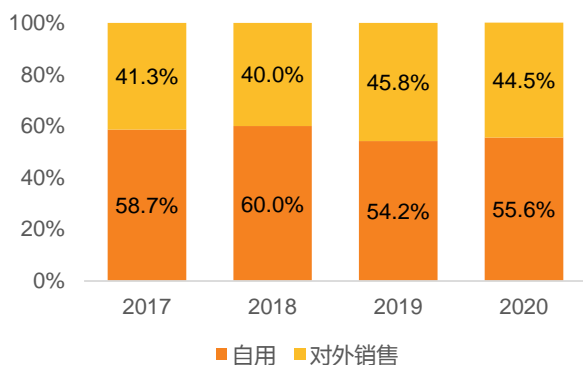
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 45: 原材料成本占主营业务成本的比例



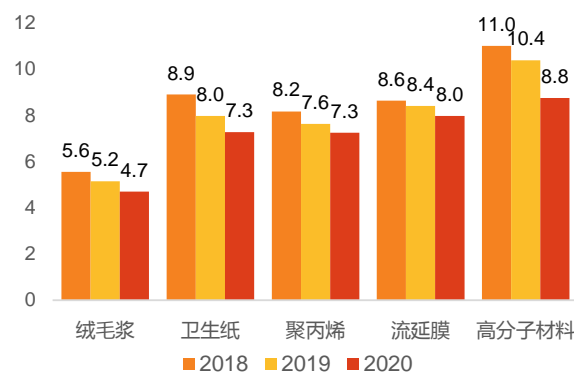
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 46: 无纺布自用与销售比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 47: 主要原材料价格变动 (单位: 元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司被国外客户认证为合格供应商, 下游客户优质且合作稳定。公司以美国、日本、欧洲等地大型连锁销售商、专业宠物用品连锁店及宠物用品网上销售平台为主要客户。主要客

户具有庞大的销售网络和较好的商业信誉，对公司 OEM/ODM 产品需求较大且稳定，公司的经营资质、生产规模、技术水平、产品品质、货物交期等综合能力强大，被客户认证为合格供应商，深受客户信赖。2018-2020 年，前五名客户销售额占主营业务收入比例分别为 53.66%、56.06%、48.75%。

表 7：主要境外客户

客户类型	客户/品牌	客户介绍	销售金额 (万元)	占主营收 入比例	合作产品示例
宠物专营品牌、零售与批发商	PETSMART HOME OFFICE, INC.	美国大型宠物专营店，针对宠物全生命周期的不同需求提供产品和服务。	17568.64	14.19%	
	JAPPELL COMPANY, LTD. (日本佳蓓露)	日本宠物食品、宠物用品批发商，主要从事宠物食品和用品的进出口业务。	9778.58	7.90%	
	ITO AND CO., LTD. (日本伊藤)	宠物食品、宠物用品进出口贸易商，兼营日本国内宠物产品零售业务。	6503.62	5.25%	
综合连锁商超	WAL-MART STORES, INC. (沃尔玛)	纽交所主板上市公司，从事零售业，包括超市、折扣店、社区便利店等，2019 年营业收入 5239.64 亿美元。	12709.29	10.29%	
综合电商平台	AMAZON.COM SERVICE, INC. (亚马逊)	纳斯达克上市公司，全球化的网络零售平台，2019 年营业收入 2805.22 亿美元。	11817.63	9.54%	
宠物专业电商平台	CHEWY, INC.	美国最大的宠物电子零售商，纽交所上市公司，2017 年 5 月被 PETSMART 收购，2019 年营业收入 48.47 亿美元	1986.87	1.6%	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 产品矩阵全面响应多元需求，20 年宠物垫&无纺布产能利用率 100%

生产经验丰富，构建智能、可靠的生产体系。公司从事宠物卫生护理用品生产二十余年，历经技术、生产经验沉淀，具备精细规模化生产能力、质量与成本控制能力、研发设计能力。持续升级设备性能，采用六轴关节臂上下料机器人，降低 15% 能耗，提高生产精密密度，缩短作业时间。车间采用 6S 管理制度（整理、整顿、清扫、清洁、安全和素养），建立覆盖采购、生产、仓储、运输全环节的质量控制体系，保障产品过硬品质。

图 48：无尘化生产车间

图 49：采用机器人智能化生产



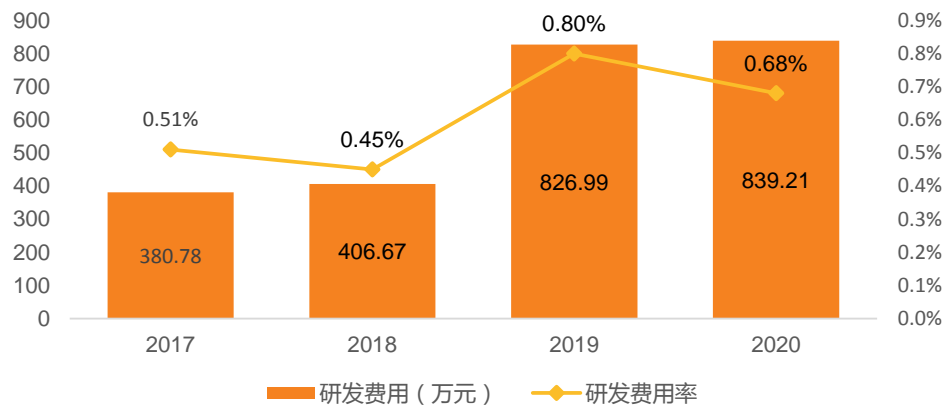
资料来源：公司官网，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

产品性能多样，形成拥有上千种规模型号的产品体系。公司凭借对宠物卫生用品市场需求的敏锐洞察及深厚的生产经营实践，积极响应全球各地消费群体、不同品牌商对宠物护理用品的功能性等需求。核心生产技术工艺主要应用于宠物垫产品的生产，性能强大：①健康监测功能：利用酸碱性 PH 值原理，尿垫显示宠物尿液酸碱值，直观监控宠物的身体健康状况；②防撕咬、防抓破性能：在简化工艺、降低制造成本的同时，增强尿垫的韧性，不易抓破；③防渗漏功能：采用包边生产工艺，有效防止尿液渗漏；④添加诱导剂：诱导宠物在宠物垫排尿，培养宠物定点如厕习惯；⑤环保性：在宠物垫生产过程中使用可降解的环保材料；此外还可生产出具有防滑、快干、抗菌除臭等功能的宠物垫。

加大研发力度，完善产品性能。近两年公司在研发方面加大投入，2020 年研发费用 839 万元，研发费用率 0.68%。目前公司拥有 54 项实用型新型专利，三个研发项目已进入试验阶段，着重加强产品除臭、防漏、环保性能，预计于 2021 年完成生产前实验，并将根据市场情况上市销售。

图 50：研发费用与研发费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

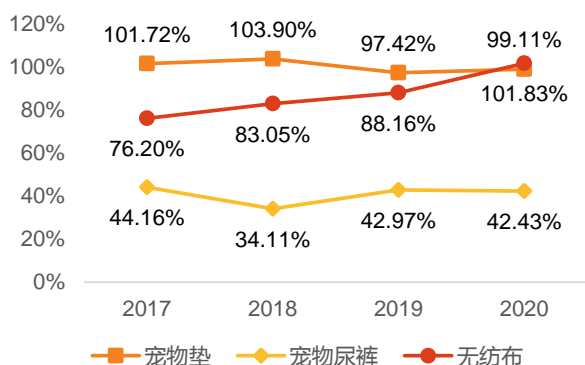
表 8：研发项目进度

项目名称	拟达到的开发目标	目前开发阶段
超消臭宠物尿裤、宠物垫	结合公司制造工艺，通过添加超消臭物质，加强对异味的控制，减少异味散发	试验阶段，预计于 2021 年内完成生产前实验，并将根据市场情况上市销售
超吸收型防侧漏尿垫	对公司现有生产工艺进行技术调整，进一步加强产品的吸收功能和阻隔功能，加强防侧漏能力	试验阶段，预计于 2021 年内完成生产前实验，并将根据市场情况上市销售
再生型高防水膜做底的生态环保尿垫	从绿色、可持续角度出发，采用新型可降解的环保材料作为底膜，生产绿色、环保的宠物尿垫	试验阶段，预计于 2021 年内完成生产前实验，并将根据市场情况上市销售

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

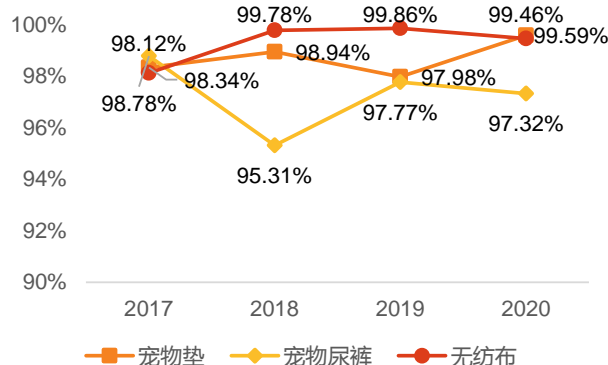
宠物垫、无纺布产能利用率高，“以销定产”产销率表现优异。2020年宠物垫、宠物尿裤、无纺布分别生产 26.11 亿片、0.79 亿片、1.71 万吨，销售收入占主营业务收入比例 81.99%/4.95%/8.85%。宠物垫产量产能利用率达 99.11%，接近满产；2020年3月新增口罩产线，对无纺布需求增加，产量同比增加 15.5%，产能利用率 101.83%，处于超产状态；宠物尿裤产线尚有较大余裕，产能利用率为 42.43%。公司目前正在加强建设宠物垫、宠物尿裤、无纺布等生产项目，总计投资额达 2.1 亿元。公司实行“以销定产”原则，宠物垫、宠物尿裤、无纺布产销率均为 95%以上。

图 51：产能利用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 52：产销率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 53：目前公司拥有生产设备

资产	原值(万元)	成新率
宠物垫生产线	5206.09	66.25%
无纺布设备	2313.39	55.51%
卫生巾生产线	1000	45.46%
宠物尿裤生产线	456.41	64.49%
成人护垫生产线	132.48	41.42%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 54：截至 2020 年底公司在建项目

在建项目	在建项目原值(万元)
宠物垫项目	12679.13
宠物尿裤项目	2454.2
无纺布项目	5009.23
卫生护理材料项目	925.78

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

依依作为国内头部宠物卫生用品 ODM/OEM 出口生产商，下游客户稳定优质，上游切入无纺布生产，原材料成本控制能力强。受益于国内宠物产业的快速发展，依依开辟新战场先发优势明显。本次募资突破产能瓶颈，完全投产后新增宠物垫 22.5 亿片（20 年产能 26.35 亿片）、宠物尿裤 2.2 亿片（20 年产能 1.86 亿片）和 3.103 万吨无纺布（20 年产能 1.68 万吨）。项目计划建设周期分别为 3 年、1.5 年、2 年。

假设：①考虑到产能释放情况以及下游客户需求情况，预计 21-23 年宠物卫生用品的收入增速分别为 8%/28%/35%，个人卫生护理用品的收入增速为 20%/25%/25%，无纺布的收入增速为 55%/24%/29%。②预计 21-23 年宠物卫生用品毛利率分别为 20%/21.3%/20%，个人卫生用品毛利率分别为 35%/36%/33%，无纺布毛利率分别为 15%/12%/10%；③预计 21-23 年规模效应下，销售费用率分别为 3.9%/3.4%/2.9%，管理费用率/研发费用率/财务费用率保持稳定，分别为 2.2%/1.0%/0%。

表 9：盈利预测

单位：亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9.03	10.28	12.41	13.96	17.77	23.74
yoy	22%	14%	21%	12%	27%	34%
其中：宠物卫生护理用品	8.15	9.32	10.85	11.73	15.00	20.21
yoy	24%	14%	16%	8%	28%	35%
% of total	90%	91%	87%	84%	84%	85%
个人卫生护理用品	0.28	0.26	0.44	0.53	0.66	0.82
yoy	-13%	-8%	70%	20%	25%	25%
% of total	3.1%	2.5%	3.5%	3.8%	3.7%	3.5%
无纺布	0.59	0.68	1.10	1.70	2.11	2.72
yoy	15%	15%	61%	55%	24%	29%
% of total	6.6%	6.6%	8.8%	12.2%	11.9%	11.4%
归母净利润	0.35	1.07	1.94	1.41	1.97	2.43
yoy	86%	202%	82%	-27%	39%	23%
归母净利率	3.9%	10.4%	15.7%	10.1%	11.1%	10.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

依依处于宠物卫生护理赛道，预计 21-23 年分别实现收入 13.96/17.77/23.74 亿，同增 12%/27%/34%；分别实现净利润 1.41/1.97/2.43 亿，同比变化-27%/+39%/+23%；净利率分别为 10.1%/11.1%/10.2%。参考 A 股吸收性卫生护理赛道豪悦护理、百亚股份，宠物赛道中宠股份、佩蒂股份的可比估值，考虑到赛道的高成长性以及下游客户的稳定性，给予 22 年 50 倍估值，目标市值 100 亿元，目标价格 104 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

公司代码	可比公司	市值 (亿元)	PE (21E)	PE (22E)
003006.SZ	百亚股份	118	48.2	37.2
605009.SH	豪悦护理	134	20.6	16.6
002891.SZ	中宠股份	119	62.2	46.9
300673.SZ	佩蒂股份	60	35.4	26.2
平均值			41.4	31.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

海外市场竞争加剧风险：18-20 年，依依境外销售收入占比在 90%左右，随着越南、泰国等劳动力成本较低的国家加入市场竞争，可能会对中国宠物用品制造企业造成一定的冲击。

原材料价格波动风险：依依的直接材料成本占主营业务成本比例在 80%以上，若原材料价格持续大幅波动，可能会对其经营业绩造成不利影响。

在建项目不达预期：本次发行募集资金将运用于卫生材料及一次性卫生用品生产项目，意在扩大产能，优化产品结构，若市场环境及行业格局发生重大变化，或未能按既定计划完成投资项目实施，预期收益可能无法实现。

汇率波动风险：依依的出口业务主要使用美元作为结算货币，随着美元兑人民币汇率的波动，出口产品的盈利能力会产生不确定性影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	112.27	55.83	210.06	317.31	518.47
应收票据及应收账款	159.39	205.16	216.37	268.98	286.80
预付账款	2.44	16.78	7.97	11.55	19.59
存货	86.15	108.14	113.54	173.56	206.23
其他	75.19	13.04	36.47	40.16	35.89
流动资产合计	435.45	398.95	584.41	811.56	1,066.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	187.24	196.73	290.37	367.79	422.48
在建工程	2.93	211.06	162.64	145.58	117.35
无形资产	51.99	52.01	50.80	49.59	48.37
其他	7.52	53.51	24.26	28.84	34.60
非流动资产合计	249.67	513.32	528.07	591.80	622.80
资产总计	685.12	912.27	1,112.48	1,403.36	1,689.77
短期借款	0.00	0.00	45.70	38.90	40.20
应付票据及应付账款	116.45	147.67	131.52	240.54	268.19
其他	34.21	35.83	40.75	33.35	48.02
流动负债合计	150.67	183.50	217.98	312.79	356.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.66	16.51	17.40	16.86	16.92
非流动负债合计	16.66	16.51	17.40	16.86	16.92
负债合计	167.33	200.01	235.38	329.65	373.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	70.75	70.75	94.33	94.33	94.33
资本公积	268.25	268.25	268.25	268.25	268.25
留存收益	447.04	641.50	782.77	979.38	1,222.11
其他	(268.25)	(268.25)	(268.25)	(268.25)	(268.25)
股东权益合计	517.79	712.25	877.10	1,073.71	1,316.44
负债和股东权益总计	685.12	912.27	1,112.48	1,403.36	1,689.77

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	106.75	194.46	141.26	196.62	242.72
折旧摊销	19.99	24.57	16.00	20.85	24.76
财务费用	4.23	0.02	0.00	0.00	0.00
投资损失	(0.06)	(4.92)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2.67)	(73.78)	5.67	(14.81)	(29.35)
其它	(3.98)	42.98	0.00	7.40	(11.87)
经营活动现金流	124.26	183.33	162.94	210.05	226.26
资本支出	41.55	242.14	59.10	80.55	49.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(147.49)	(445.10)	(139.89)	(175.35)	(76.21)
投资活动现金流	(105.94)	(202.96)	(80.79)	(94.81)	(26.27)
债权融资	2.02	0.00	48.51	40.51	41.67
股权融资	148.02	(23.15)	23.58	0.00	0.00
其他	(105.21)	21.96	0.00	(48.51)	(40.51)
筹资活动现金流	44.83	(1.20)	72.09	(8.00)	1.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	63.15	(20.83)	154.23	107.25	201.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,027.69	1,241.01	1,395.64	1,777.07	2,374.34
营业成本	802.47	917.78	1,117.21	1,410.46	1,904.22
营业税金及附加	6.09	7.08	0.00	0.00	0.00
营业费用	48.73	12.57	52.89	63.44	67.91
管理费用	161.89	27.31	30.70	39.10	52.24
研发费用	7.59	8.39	13.96	17.77	23.74
财务费用	(0.68)	23.15	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(1.84)	(0.85)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.21	1.21	0.00	7.40	(11.87)
投资净收益	0.06	4.92	0.00	0.00	0.00
其他	(135.85)	(10.89)	0.00	(14.81)	23.73
营业利润	139.02	250.34	180.87	253.70	314.37
营业外收入	2.50	8.72	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.86	2.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.67	256.96	185.87	258.70	319.37
所得税	33.91	62.50	44.61	62.09	76.65
净利润	106.75	194.46	141.26	196.62	242.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	106.75	194.46	141.26	196.62	242.72
每股收益(元)	1.13	2.06	1.50	2.08	2.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	13.76%	20.76%	12.46%	27.33%	33.61%
营业利润	200.13%	80.08%	-27.75%	40.27%	23.91%
归属于母公司净利润	201.57%	82.16%	-27.36%	39.18%	23.45%
获利能力					
毛利率	21.92%	26.05%	19.95%	20.63%	19.80%
净利率	10.39%	15.67%	10.12%	11.06%	10.22%
ROE	20.62%	27.30%	16.11%	18.31%	18.44%
ROIC	31.33%	61.82%	22.85%	28.82%	32.35%
偿债能力					
资产负债率	24.42%	21.92%	21.16%	23.49%	22.09%
净负债率	-21.29%	-7.84%	-18.42%	-25.78%	-36.22%
流动比率	2.89	2.17	2.68	2.59	2.99
速动比率	2.32	1.58	2.16	2.04	2.42
营运能力					
应收账款周转率	6.52	6.81	6.62	7.32	8.54
存货周转率	12.77	12.77	12.59	12.38	12.50
总资产周转率	1.75	1.55	1.38	1.41	1.54
每股指标(元)					
每股收益	1.13	2.06	1.50	2.08	2.57
每股经营现金流	1.32	1.94	1.73	2.23	2.40
每股净资产	5.49	7.55	9.30	11.38	13.96
估值比率					
市盈率	71.57	39.29	54.08	38.86	31.48
市净率	14.76	10.73	8.71	7.12	5.80
EV/EBITDA	0.00	0.00	37.75	26.61	20.97
EV/EBIT	0.00	0.00	41.09	28.79	22.62

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com